

FUNCAS: “LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA”

Nº 105 DE PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA: CARENCIAS DE LA ZONA EURO

La **crisis de deuda soberana** –señalan **Alvaro Benzo** y **Carlos Cuerpo** (Comisión Europea) en el nº 105 de **Perspectivas del Sistema Financiero** de **FUNCAS**–, ha dejado al descubierto las principales **carencias** de la Unión Europea y más concretamente, de la **Zona Euro**: mecanismos de gobernanza económica y prevención de crisis laxos y una cierta ausencia de instrumentos de resolución de crisis.

Los autores resaltan el profundo proceso de revisión y cambio experimentado por las estructuras y los principios de la unión monetaria y el mercado único, y destacan la **necesidad** de **reforzar la coordinación** y la **supervisión económica** y **presupuestaria** en torno a **tres grandes ejes**: la **estabilidad financiera**, la **sostenibilidad** de las **finanzas públicas** y el **crecimiento económico**. Argumentan que, si bien difíciles, el **reforzamiento** de la **unión política** de **Europa**, el **progreso** hacia una **auténtica unión fiscal** y la puesta en marcha de procesos que puedan conducir a la creación de una **verdadera unión bancaria** son **retos inaplazables** de cara a garantizar la estabilidad y el adecuado funcionamiento de la Euro zona y el mercado único. Los autores señalan que La ratificación del pacto fiscal es un paso necesario pero no suficiente para garantizar la estabilidad en la Zona Euro si no se ve acompañada de una auténtica unión fiscal. Además, en el mercado único europeo, los sistemas financieros nacionales superan con creces el tamaño de sus economías nacionales y han excedido la capacidad de sus mecanismos de gestión de crisis nacionales.

A pesar de los esfuerzos realizados, la **crisis de deuda soberana** está tardando demasiado en resolverse. El futuro incierto de Grecia unido a la necesidad de asistencia financiera externa expresada por España en el marco del ejercicio de recapitalización y saneamiento de los balances bancarios han contribuido a poner a la **Eurozona** y quizá también a **Europa** en una **difícil encrucijada**: dar pasos decisivos hacia una mayor integración o aceptar la ruptura de la unión actual y la salida de alguno de sus miembros.

EUROLETRAS PARA REANIMAR EL CRECIMIENTO

Gonzalo García Andrés (Ministerio de **Economía** y **Competitividad**) en su artículo “Euroletras para el crecimiento”, examina las **decisiones de política económica** y **financiera** que se han tomado en la **Eurozona** para abordar problemas estructurales de gran envergadura, evalúa las soluciones existentes para el problema de coordinación, y analiza la propuesta de **emitir Euroletras** como mecanismo para **acabar con el fallo de coordinación** y **reanimar el crecimiento**.

Según datos del BCE, el tamaño del mercado de **deuda pública** del **área euro**, medido por el nominal de los valores distintos de acciones emitidos por las administraciones centrales de los países **miembros**, **ascendía en febrero de 2012 a 6,1 billones de euros** (**Italia, 25%; Francia, 21%; Alemania, 20%; España, 10%; Holanda, 5%; Bélgica, 5%; Grecia, 4%; Austria, 3%; Portugal, 2%** e **Irlanda, 1%**); siendo la parte del mercado que corresponde a **valores emitidos a corto plazo un 10 %**, algo más de **600.000 millones de euros**.

El reto es cómo **poner** –apunta **García Andrés**– la **primera piedra** de un **mercado común de deuda pública** de manera que sea **políticamente factible** y **técnicamente viable**.

A juicio de **García Andrés**, la alternativa más atractiva sería la propuesta realizada en un artículo breve por Hellwig y Phillippon (2011) que propone **empezar** por poner en común el **segmento de corto plazo** de los **mercados de deuda pública en euros**. En opinión de estos dos economistas, esta **fórmula** permitiría **avanzar** en la **resolución** de la **crisis rompiendo** el fallo de **coordinación** y **mejorando** la **regulación financiera** y la **política monetaria**, controlando además posibles problemas de riesgo moral. Con los datos del **BCE**, la fotografía del **mercado de letras** (valores de deuda pública a corto plazo) sería: **Francia, 29%; Italia, 26%; España, 14%; Alemania, 13%; Holanda, 6%; Bélgica, 6%; Portugal, 3%** y **Grecia, 2%**.

La propuesta consiste en **emitir** toda la **deuda pública** con **vencimiento inicial igual o inferior a 12 meses** con **garantía conjunta** y **solidaria** de todos los **Estados Miembros** del **euro**. Los Estados Miembros renunciarían a emitir deuda nacional con este vencimiento de manera que las **Euroletras** se convertirían en el **único activo monetario sin riesgo** del **área euro**.

=
DEUDA SOBERANA Y ACTIVOS SIN RIESGO.

=
Una de las principales consecuencias de la crisis económica y financiera iniciada en 2007 es el **intenso aumento** de la **deuda pública** de los **países desarrollados**. En un contexto en el que el **crecimiento económico**, presumiblemente, va a ser **moderado**, como también lo va a ser la **inflación**, la **reconducción de ratios deuda/PIB** hacia cotas «**sostenibles**», como puede ser el **60 %** -indican **Bergés y Cano de AFI**, en el **nº 105 de Perspectivas del Sistema Financiero de FUNCAS-**, se revela en la mayoría de los casos como **muy difícil**. Las **agencias de rating** no han tardado en reaccionar al deterioro de las cuentas públicas y a su escepticismo sobre su éxito futuro y han decidido a lo largo de estos años **rebajar** en frecuentes ocasiones las **calidades crediticias** de **países** que eran **AAA**: desde **España**, hasta **Francia**, pasando por el caso más relevante, **EE. UU.** La consecuencia de la crisis es, por tanto, claro: **fuerte reducción** de la **oferta del convencional activo libre de riesgo**, es decir, el **bono a 10 años** de un **Tesoro AAA**. Ello tiene importantes implicaciones sobre un buen número de agentes que, destacan como uno de los **más afectados el sistema bancario**. Éste, a su vez, **transmite** sobre la denominada «**economía real**» todas las **distorsiones** que sufre como respuesta del deterioro del activo libre de riesgo, en mayor o menor medida en función de la importancia de la intermediación bancaria en la financiación y del papel jugado por el banco central en la política monetaria no convencional desarrollada en los últimos dos años. Es obvio que en este nuevo entorno **se debe desmitificar el activo libre de riesgo**, o **rebajar sus condiciones de rating** o **aceptar otros activos** como **libres de riesgo**, bien sea por su naturaleza (fondos de inversión monetarios) o por la eficacia a la hora de reducir los distintos riesgos que soporta (coberturas naturales o coberturas a través de instrumentos derivados).

=
LOS CDS: MERCADOS EFICIENTES.

=
La evolución de las cotizaciones de los **CDS** (Credit Default Swaps) y los **diferenciales (spreads)** de los **bonos soberanos**, respectivamente, para **once países pertenecientes a la UEM** muestran el **aumento notable** en el **nivel** y la **volatilidad** de las mismas a partir de **finales de 2008**.

Con el inicio de la **crisis de deuda soberana griega** a finales de **2009** y su extensión a otras economías del área el año siguiente, se produjo una **segmentación**, por países, en la **evolución** de estos **spreads**. Así, las **economías sujetas** a un **mayor grado** de **incertidumbre** acerca de la **fortaleza** de sus **finanzas públicas** – señalan, en la publicación de **FUNCAS**, **Oscar Arce** y **Sergio Mayordomo**, de la **CNMV-** sufrieron rápidamente **incrementos significativos** en **ambos indicadores** del **riesgo de crédito soberano**. Este fue el caso, fundamentalmente, de los tres países que requirieron apoyo financiero internacional (**Grecia**, **Irlanda** y **Portugal**) y, en **menor medida**, de **Italia**, **España** y **Bélgica**. En el resto de países, la evolución de estos **spreads** fue más moderada. Así, a finales de abril de **2012**, **Finlandia** y **Alemania** presentaban los **menores spreads** en sus **CDS**, con **75** y **83 puntos básicos**, respectivamente, mientras que unas semanas antes en **Grecia** se alcanzaban **niveles** próximos a **25.500 puntos**.

Por otra parte, de un **volumen** de **contratos abiertos** relativos a los **once países** considerados cercano a **400 mil millones de dólares** a **finales de 2008**, se pasó, en **febrero de 2012**, a una cifra superior a un **billón de dólares**. Por países, aquéllos en los que se observa un **mayor crecimiento** de actividad emisora durante este periodo reciente son **Italia**, **España** y **Francia**. En este contexto, la **cuota del valor nacional neto** de los **CDS soberanos** sobre el **total** ha **aumentado** desde **2008** hasta **finales de 2011** de un **15%** a un **25%**.

En términos generales, el **mercado de CDS** ha **funcionado eficientemente** y de una forma ordenada tras el evento de crédito de Grecia. El hecho de que el **evento de crédito** fuera **anticipado** por los **inversores**, el **reducido volumen** de **CDS vendidos** sobre **Grecia** y un **mayor nivel** de **colateralización** que en eventos de crédito anteriores podrían ser las principales razones de este **comportamiento ordenado** y **relativamente eficiente** del **mercado**.

=
El “BUCLE” ENTRE SECTOR BANCARIO Y DEUDA SOBERANA.

=
Desde 2010, la **crisis** de la **deuda soberana** en **Europa** ha puesto de manifiesto la **exposición transfronteriza** de los **bancos** de la **eurozona** a la **deuda soberana** de los distintos **estados miembros**. Tomando como referencia **España** –subrayan **Santiago Carbó** y **Francisco Rodríguez, U. de Granada** y **FUNCAS-**, según datos del **BIS** a diciembre de 2011, los **bancos internacionales** tienen **deuda pública española** por valor de **78.365 millones de dólares**. La que tienen las **entidades financieras internacionales** a los **bonos soberanos** de otros **países** de la **Eurozona** es también **muy significativa**, destacando la exposición a la **deuda alemana** (**443.160 millones de dólares**), la **francesa** (**248.343 millones de dólares**), o la **italiana** (**174.358 millones de dólares**).

Una visión más completa de la **exposición bancaria internacional** a la **deuda de otros países** se obtiene **analizando** las **tenencias conjuntas** de **deuda pública y privada** de estos bancos. Estas son especialmente significativas para algunos países periféricos, como **España**, en los que la economía en su conjunto mostró una especial dependencia de la financiación exterior en los años anteriores a la crisis. En el caso de **España**, la **exposición** de los **bancos internacionales** al conjunto de su **deuda** alcanzaba los **586.105 millones de dólares** a finales de **2011**. Los bancos **alemanes** y **franceses** (**146.096** y **114.702 millones de dólares** respectivamente) son los **principales acreedores**.

En referencia a la **afluencia** de **financiación externa** y de la **deuda privada y pública** española en manos de **bancos de otros países**, dos datos son ilustrativos de los desequilibrios financieros acumulados por la economía española y de su persistencia. Los **activos financieros netos** de la **economía** eran de **-0.97 billones de euros** en **diciembre de 2011**, un **-90.2 % del PIB**. Por otro lado, la **deuda externa** de la **economía española** ascendía -según los últimos datos de balanza de pagos a marzo de 2012- a **1,78 billones de euros**, un **164,3 % del PIB**.

Por otro lado, se constata que los **bancos alemanes** y **franceses** **redujeron** sus **tenencias** de **deuda pública** griega, irlandesa, italiana, portuguesa y española en más de **90.000 millones de euros** en tan solo un año.

Las **entidades financieras españolas** han sido las que han hecho un mayor uso reciente de las **facilidades** de **liquidez** del **Eurosistema**. Mientras que el porcentaje que representaban los **bancos españoles** era de apenas del **5%** en **septiembre de 2007**, éste ha ido **incrementándose** progresivamente hasta alcanzar el **82,9%** en **mayo de 2012**.

En todo caso –señalan los profesores **Carbó** y **Rodríguez**-, el “**bucle**” entre **deuda soberana** y **deuda bancaria** ha desembocado en algunas **dificultades adicionales** para las **entidades financieras españolas**. Así, por ejemplo, el **margen** o **depósito exigido** para el **descuento** de **deuda soberana** en la principal cámara de compensación bancaria europea (LCH.Clearnet) se **elevó** en **junio de 2012** en **casi todos** los **segmentos** de **plazo** de la deuda española (excepto en el de 7 a 10 años y 15 a 30 años). Como comparación, existen diferencias entre los **márgenes exigidos** por **descuento** de **España** (para los tramos de **3-9 meses**, **2,25%**), **Italia** (**3,10%**) y **Francia** (**0,75%**).

Señalan Carbó y Rodríguez, que hay cuestiones que son fundamentales en las propuestas de nuevos mecanismos de resolución y prevención de crisis bancarias en España y, en particular, en el Informe Barnier, **entre las que conviene señalar que se propugne un fondo de garantía de depósitos común, un fondo de resolución -que aportarían los propios bancos- y la necesidad de promover fusiones transfronterizas** para resolver problemas bancarios específicos de un país. Se trata del comienzo y existe una amplia labor legal e institucional por delante pero cada avance constituirá, como se explicó al principio de este artículo, la mejor señal que se puede emitir al mercado para reducir la incertidumbre.

EFFECTOS DEL RIESGO SOBERANO SOBRE LA DEUDA PÚBLICA.

Que la **única vía** para la **refinanciación** de **nuestra economía** sea el **BCE** –señala **Víctor Gonzalo** de **Intermoney**-, **dista** mucho de ser la **mejor solución** y entra en abierta **contradicción** con los **objetivos** que alentaban el **proyecto** del **euro**.

Probablemente, la **condición necesaria** sea una importante **renuncia** a la **soberanía fiscal** de los **estados**, e incluso, más allá, al **mantenimiento** de **fuertes desequilibrios** por **cuenta corriente** en las distintas jurisdicciones que componen el euro. Con ello, debería **redefinirse** el **papel** del **BCE**, y su papel central en la financiación de las economías en problemas, para evitar que siga siendo el canal residual de solución de problemas.

EFFECTOS DEL RIESGO SOBERANO SOBRE LA DEUDA PRIVADA.

Antonio del Pino (Ministerio de **Economía y Competitividad**) profundiza en el análisis de la **interconexión** entre **riesgo público** y **riesgo financiero** en los últimos años y subraya el hecho de que **Europa** se enfrenta a un **círculo vicioso** formado por **riesgo soberano**, **riesgo financiero** y **riesgo macroeconómico** que parece **difícil de romper**.

A principios de **2012**, las **entidades financieras europeas** y **españolas** afrontaban, respectivamente, unas **necesidades** de **refinanciación** del orden de **700.000** y **100.000 millones de euros**. Las **inyecciones** de liquidez del **BCE** han supuesto un alivio de las tensiones, sin embargo, sus efectos se han **tornado efímeros**, en la medida en que ha **aumentado** con fuerza la **desconfianza** generada por la **crisis griega** y la **capacidad** de **España** para hacer frente a sus **desafíos**.

Si los estados no llevan a cabo **medidas de austeridad** –añade-, la **deuda pública** también podría terminar **siendo insostenible**.

=

BCE Y ESTABILIDAD FINANCIERA EN LA ZONA EURO.

=

Hasta la fecha –comenta el profesor **Juan Calvo Vérguez, U. de Extremadura**, en el nº 105 de **Perspectivas del Sistema Financiero** de **FUNCAS**- no parece que la “**barra libre**” del **BCE** a finales de 2011 y principios de 2012 haya tenido el **efecto deseado** en la compra de **deuda soberana**. **Tampoco** el **dinero** ha llegado a **familias y empresas** a través de créditos, como algunos esperaban. No obstante sí que se ha logrado reducir el riesgo de una crisis bancaria sistémica.

Casi todo el dinero de la “**barra libre**” del **BCE** se utilizó para **refinanciar** los **actuales bonos sin garantía**; los **bancos europeos** tenían **700.000 millones de euros** con vencimiento en **2012**, de los cuales, **360.000 millones** de euros **vencían** en el **primer trimestre** de **2012**. En definitiva, las **inyecciones de liquidez** sirvieron para que los **bancos** de los **países periféricos** continuasen **comprando deuda** de sus **Estados**, aliviando las presiones existentes sobre dichos bonos.

A pesar de que las inyecciones de liquidez del BCE contribuyeron a salvar la situación de liquidez de la banca permitiendo hacer frente a la situación de contracción del crédito, el profesor **Calvo Verguez** no cree que **se haya logrado solventar** el **deterioro** de la **financiación** del **sector privado**. “Téngase presente –añade- que, **lograr una menor tensión** en las **emisiones de deuda soberana** podría representar un paso previo a la **reactivación** del **mercado interbancario**, **facilitando** así que las **entidades financieras** mejoren su disposición para **conceder créditos** a **empresas y particulares**. Y no se ha de olvidar además que el lugar natural de la intermediación financiera es el mercado, debiendo constituir el precio natural el que allí se configure”.

=

=